2020년 3월 26일 I Equity Research

한온시스템 (018880)

상반기 부진을 하반기 이후 만회 가능

목표주가는 1.2만원으로 하향

한온시스템에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 코로나19 확산에 따른 고객사들의 생산 감소를 반영하여 2020년 실적 추정치를 하향하면서 목표주가를 기존 1.4만원에서 신규 1.2만원(2020년/2021년 평균 EPS에 목표 P/E 20배 적용)으로 조정한다. 매출비중이 큰 북미/유럽 공장들의 일시 생산중단 영향이 큰 상반기 실적이 부진하겠지만, 하반기부터는 폭스바겐향 전동 컴프레셔 납품과 현대/기아의 전기차 전용 플랫폼 대응으로 성장세가 회복되고, 2021년에는 큰 폭의 이익 증가가 예상된다. 실적/주가의 초점을 상반기가 아닌 하반기 이후로 조정할 필요가 있다.

1Q20 Preview: 영업이익률 4.8% 예상

1분기 실적은 시장 기대치를 크게 하회할 것이다. 매출액/영업이익은 전년 동기대비 +13%/-17% 변동한 1.62조원/781억원(영업이익률 4.8%, -1.7%p (YoY))으로 예상한다. 2019년 2분기부터 연결 편입된 EFP의 매출액 반영으로 매출액은 전년 동기대비 증가하지만, 코로나19의 글로벌 확산에 따른 고객사들의 생산차질 여파가 발생하면서 기존 예상보다는 12% 낮은 것이다. 최대 고객사인 현대/기아의 한국/중국 공장이 1~2월 차질이 빚었고, 북미/유럽 공장도 3월에 일시 중단이 발생했었다. 2번째로 큰 포드와 폭스바겐 등의 유럽/북미 공장도 3월 일시 가동중단을 단행했기 때문에 대부분의 고객사로부터 매출 차질이 있었다. 외형 부진에도 고정비 부담은 늘었기 때문에 영업이익은 전년 동기대비 16% 감소하고, 기존 추정치 대비로도 31% 하회할 것으로 예상한다.

코로나19로 추정치 하향하지만, 하반기 이후 회복되고 2021년 큰 폭의 이익 증가

한온시스템이 2월 11일 IR을 통해 제시했던 2020년 매출액/영업이익 가이던스는 7.8조원/5,350억원(영업이익률 6.9%, +0.1%p)였는데, 이는 중국 내 코로나19 바이러스의 글로벌 확산을 가정하지 않았던 것이다. 예상과 달리 코로나19가 한국/북미/유럽으로 확대되면서 주요 완성차들의 생산이 일시적으로 차질을 빚고, 자동차 수요도 감소한 상황이어서 가이던스 달성이 어려울 것으로 보인다. 하나금융투자의 추정치는 기존 대비 6%/17% 감소한 7.3조원/4,432억원(영업이익률 6.0%, -0.8%p (YoY))이다. 상반기 위주로 생산차질을 반영한 것인데, 하반기부터는 폭스바겐/북미전기차/현대/기아 등으로의 전동 컴프레셔 및 공조 시스템의 납품이 추가되면서 성장성이 회복될 것으로 예상한다. 2021년에는 추가적인 매출액 증가와 고정비 부담 완화, 그리고 기저 효과가 맞물리면서 영업이익이 27% 증가할 것으로 전망한다.

Earnings Preview

BUY

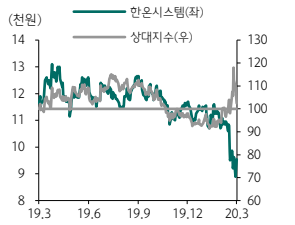
I TP(12M): 12,000원(하향) I CP(3월 25일): 9,240원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,704.76
52주 최고/최저(원)	12,800/8,590
시가총액(십억원)	4,932.3
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	1,040.0
60일 평균 거래대금(십억원)	10.7
20년 배당금(예상,원)	320
20년 배당수익률(예상,%)	3.46
외국인지분율(%)	20.64
주요주주 지분율(%)	
한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어앤테크놀로지	19.49

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(11.6)	(25.2)	(18.6)
상대	9.1	(9.0)	2.4

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	7,706.4	8,166.4
영업이익(십억원)	524.0	601.9
순이익(십억원)	356.4	414.4
EPS(원)	654	764
BPS(원)	4,467	4,873

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,937.6	7,154.2	7,326.5	7,880.9	8,275.0
영업이익	십억원	433.8	483.8	443.2	564.1	618.4
세전이익	십억원	379.6	407.3	357.7	485.8	547.2
순이익	십억원	277.6	318.5	265.9	361.1	406.8
EPS	원	520	597	498	677	762
증감률	%	(3.9)	14.8	(16.6)	35.9	12.6
PER	배	20.76	18.69	18.55	13.66	12.13
PBR	배	2.83	2.68	2.13	1.98	1.84
EV/EBITDA	배	9.25	9.37	8.02	6.93	6.42
ROE	%	13.83	14.98	11.74	15.05	15.73
BPS	원	3,816	4,153	4,331	4,657	5,029
DPS	원	320	320	320	360	400

Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

표 1. 한온시스템 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,429	1,904	1,860	1,961	1,621	1,814	1,836	2,056	5,586	5,938	7,154	7,326	7,881
매출총이익	201	262	248	323	212	241	251	324	946	913	1,034	1,027	1,165
판관비	108	150	141	152	133	151	142	158	478	479	550	584	601
영업이익	93	112	107	171	78	90	109	166	468	434	484	443	564
세전이익	76	90	97	145	60	65	94	139	422	380	407	358	486
순이익	57	71	76	119	45	49	71	106	298	284	323	272	369
지배주주순이익	56	71	75	116	44	48	70	103	289	278	319	266	361
Growth													
매출액	3	25	31	22	13	(5)	(1)	5		6	20	2	8
영업이익	(2)	11	30	10	(16)	(20)	2	(3)		(7)	12	(8)	27
순이익	(12)	1	42	28	(21)	(32)	(7)	(11)		(4)	15	(17)	36
Margin													
매출총이익률	14.1	13.7	13.4	16.5	13.0	13.3	13.7	15.8	16.9	15.4	14.5	14.0	14.8
영업이익률	6.5	5.9	5.8	8.7	4.8	4.9	5.9	8.1	8.4	7.3	6.8	6.0	7.2
순이익률	4.0	3.7	4.1	6.1	2.8	2.7	3.9	5.1	5.3	4.8	4.5	3.7	4.7

자료: 한온시스템, 하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**5,937.6**	**7,154.2**	**7,326.5**	**7,880.9**	**8,275.0**
매출원가	5,024.9	6,119.9	6,299.2	6,716.2	7,037.9
매출총이익	912.7	1,034.3	1,027.3	1,164.7	1,237.1
판관비	478.9	550.5	584.0	600.7	618.7
영업이익	**433.8**	**483.8**	**443.2**	**564.1**	**618.4**
금융손익	(18.4)	(43.5)	(54.4)	(49.4)	(44.4)
종속/관계기업손익	6.3	3.5	2.5	3.5	4.0
기타영업외손익	(42.0)	(36.6)	(33.6)	(32.3)	(30.8)
세전이익	**379.6**	**407.3**	**357.7**	**485.8**	**547.2**
법인세	95.9	84.6	85.8	116.6	131.3
계속사업이익	283.7	322.6	271.8	369.2	415.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**283.7**	**322.6**	**271.8**	**369.2**	**415.9**
비지배주주지분순이익	6.1	4.1	6.0	8.1	9.1
지배주주순이익	**277.6**	**318.5**	**265.9**	**361.1**	**406.8**
지배주주지분포괄이익	227.8	349.3	267.6	363.5	409.5
NOPAT	324.2	383.3	336.8	428.7	470.0
EBITDA	701.4	864.5	874.6	983.7	1,028.4
성장성(%)					
매출액증가율	6.3	20.5	2.4	7.6	5.0
NOPAT증가율	(2.2)	18.2	(12.1)	27.3	9.6
EBITDA증가율	4.7	23.3	1.2	12.5	4.5
영업이익증가율	(7.4)	11.5	(8.4)	27.3	9.6
(지배주주)순익증가율	(3.8)	14.7	(16.5)	35.8	12.7
EPS증가율	(3.9)	14.8	(16.6)	35.9	12.6
수익성(%)					
매출총이익률	15.4	14.5	14.0	14.8	14.9
EBITDA이익률	11.8	12.1	11.9	12.5	12.4
영업이익률	7.3	6.8	6.0	7.2	7.5
계속사업이익률	4.8	4.5	3.7	4.7	5.0

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	520	597	498	677	762
BPS	3,816	4,153	4,331	4,657	5,029
CFPS	1,410	1,704	1,618	1,821	1,897
EBITDAPS	1,314	1,620	1,638	1,843	1,927
SPS	11,123	13,402	13,725	14,764	15,502
DPS	320	320	320	360	400
주가지표(배)					
PER	20.8	18.7	18.6	13.7	12.1
PBR	2.8	2.7	2.1	2.0	1.8
PCFR	7.7	6.5	5.7	5.1	4.9
EV/EBITDA	9.2	9.4	8.0	6.9	6.4
PSR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	13.8	15.0	11.7	15.1	15.7
ROA	5.9	5.1	3.8	5.1	5.5
ROIC	12.8	10.3	7.3	9.2	10.1
부채비율	151.2	203.0	188.8	177.3	164.2
순부채비율	29.3	86.9	80.5	67.0	54.2
이자보상배율(배)	17.8	6.8	6.0	8.1	9.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,859.2**	**2,922.4**	**2,836.7**	**3,103.1**	**3,338.6**
금융자산	1,054.6	713.7	583.2	679.1	793.4
현금성자산	1,017.8	686.7	555.8	650.6	764.0
매출채권 등	1,012.3	1,233.2	1,221.1	1,313.5	1,379.2
재고자산	505.8	612.8	666.0	716.4	752.3
기타유동자산	286.5	362.7	366.4	394.1	413.7
비유동자산	**2,496.6**	**4,160.0**	**4,200.7**	**4,153.7**	**4,119.3**
투자자산	104.2	109.0	111.2	113.6	119.2
금융자산	3.1	4.8	4.9	5.3	5.6
유형자산	1,551.5	2,130.4	2,167.7	2,117.1	2,076.2
무형자산	**564.0**	**1,592.8**	**1,594.0**	**1,595.1**	**1,596.1**
기타비유동자산	**276.9**	**327.8**	**327.8**	**327.9**	**327.8**
자산총계	**5,355.8**	**7,082.4**	**7,037.4**	**7,256.8**	**7,457.9**
유동부채	**1,867.1**	**2,091.5**	**1,938.3**	**1,950.4**	**1,926.7**
금융부채	492.3	436.1	234.5	123.6	12.5
매입채무 등	1,229.3	1,524.0	1,560.7	1,678.9	1,762.8
기타유동부채	145.5	131.4	143.1	147.9	151.4
비유동부채	**1,357.0**	**2,653.4**	**2,662.5**	**2,689.1**	**2,708.1**
금융부채	**1,186.7**	**2,309.8**	**2,309.8**	**2,309.8**	**2,309.8**
기타비유동부채	170.3	343.6	352.7	379.3	398.3
부채총계	**3,224.1**	**4,744.9**	**4,600.8**	**4,639.5**	**4,634.8**
지배주주지분	**2,036.8**	**2,216.8**	**2,311.9**	**2,486.1**	**2,684.7**
자본금	**53.4**	**53.4**	**53.4**	**53.4**	**53.4**
자본잉여금	(21.5)	(19.9)	(19.9)	(19.9)	(19.9)
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(174.8)	(134.9)	(134.9)	(134.9)	(134.9)
이익잉여금	2,179.6	2,318.2	2,413.2	2,587.5	2,786.1
비지배주주지분	**94.9**	**120.7**	**124.8**	**131.1**	**138.4**
자본총계	**2,131.7**	**2,337.5**	**2,436.7**	**2,617.2**	**2,823.1**
순금융부채	624.4	2,032.1	1,961.1	1,754.3	1,529.0

현금흐름표

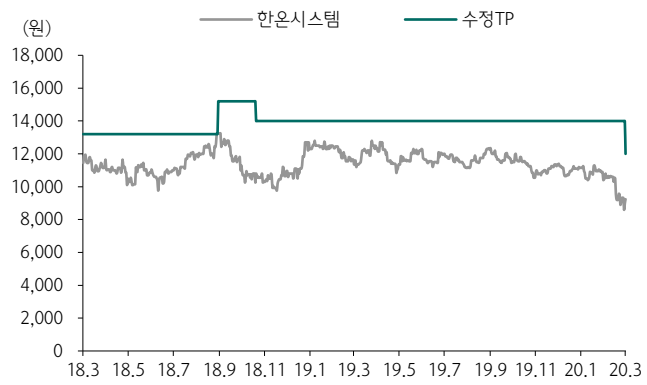
(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**471.3**	**778.4**	**724.7**	**773.0**	**808.7**
당기순이익	283.7	322.6	271.8	369.2	415.9
조정	375.1	467.0	440.3	424.7	407.6
감가상각비	267.6	380.7	431.4	419.5	409.9
외환거래손익	2.6	(3.4)	2.8	2.8	(4.3)
지분법손익	(6.3)	(4.0)	(2.5)	(3.5)	(4.0)
기타	111.2	93.7	8.6	5.9	6.0
영업활동자산부채변동	(187.5)	(11.2)	12.6	(20.9)	(14.8)
투자활동 현금흐름	**(576.7)**	**(1,935.3)**	**(474.7)**	**(374.7)**	**(369.9)**
투자자산감소(증가)	20.7	(1.3)	(1.5)	(0.8)	(3.4)
유형자산감소(증가)	(410.1)	(424.8)	(400.0)	(300.0)	(300.0)
기타	(187.3)	(1,509.2)	(73.2)	(73.9)	(66.5)
재무활동 현금흐름	**563.7**	**829.4**	**(372.4)**	**(297.7)**	**(319.3)**
금융부채증가(감소)	918.7	1,066.9	(201.5)	(110.9)	(111.1)
자본증가(감소)	0.9	1.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(183.4)	(66.3)	(0.1)	0.0	(0.0)
배당지급	(172.5)	(172.7)	(170.8)	(186.8)	(208.2)
현금의 증감	**450.5**	**(331.1)**	**(130.8)**	**94.8**	**113.4**
Unlevered CFO	752.6	909.4	863.7	972.1	1,012.5
Free Cash Flow	51.5	337.0	324.7	473.0	508.7

Analyst 송선재 02-3771-7512

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.26	BUY	12,000		
18.11.14	BUY	14,000	-18.52%	-8.57%
18.9.24	Neutral	15,200	-24.70%	-15.13%
18.4.11	Neutral	13,200	-15.00%	0.38%
17.8.16	Neutral	11,000	14.62%	32.27%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 03월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.